

家用电器行业专题： 地产政策频出托底基本面，大家电估值有望提振

行业研究 · 行业专题

家用电器

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：陈伟奇
0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康
0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳
0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人：李晶
lijing29@guosen.com.cn

□ 近期地产政策频出，有望提振家电基本面

- 自4月末中央政治局会议提出消化存量和优化增量的政策方向后，中央各部门及各地纷纷加大力度出台放松限购等地产政策。杭州、西安等地陆续取消限购政策，上海、深圳等一线城市也持续优化地产政策，5月17日央行宣布下调房贷首付比例及公积金贷款利率等政策，助力地产市场回暖。
- 虽然当前更新需求已成为家电内需的主要来源，家电与地产脱钩的趋势愈发明显，但复盘历史，地产对家电渗透率的提升和更新具有直接的作用。将每年住宅竣工和二手房成交套数作为需要装修的套数来计算，预计2012-2023年地产影响白电内销量的20%-30%，影响厨电内销量的约60%。
- 在家电需求有韧性的基础上，若地产基本面能积极好转，有望提振家电中长期增长中枢，进而影响家电企业的估值和业绩表现。

□ 地产对家电公司估值和营收有影响，先估值后业绩

- 复盘历史，白电与厨电估值均受到地产表现影响，白电估值与地产表现的关联较为同步；厨电估值有时会提前反应，对地产变动更为敏感。白电与厨电营收滞后受到地产的影响，其中白电更多受竣工影响，厨电更多受住宅销售影响，差异主要来源于地产精装修配套率的不同。
- 地产政策对家电股价的影响，先影响估值，后业绩兑现，其中估值贡献占比约一半。

□ 投资建议：地产政策有望提振大家电估值，看好厨电及白电龙头

- 虽然大家电以进入以更新为主的阶段，但地产对推动家电新增及更新仍有积极的作用。近期地产政策频出，有望推动地产表现边际向好，提振市场信心，为地产市场产生积极的托底效果。同时，地产基本面的边际向好，有望提振家电中长期的增长预期，有助于厨电及白电等家电板块的估值修复。
- 在地产基本面有望边际企稳的背景下，看好厨电及白电估值的修复，建议积极关注厨电龙头老板电器；关注白电龙头美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电。
- **风险提示：**地产政策效果不及预期；地产基本面超预期下行；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨。

- [01] 近期地产政策频出，有望提振家电基本面
- [02] 地产对家电公司估值和营收有影响，先估值后业绩
- [03] 投资建议：地产政策有望提振大家电估值，看好厨电及白电龙头

01

近期地产政策频出，有望提振家电基本面

近期地产政策频出，为市场注入信心

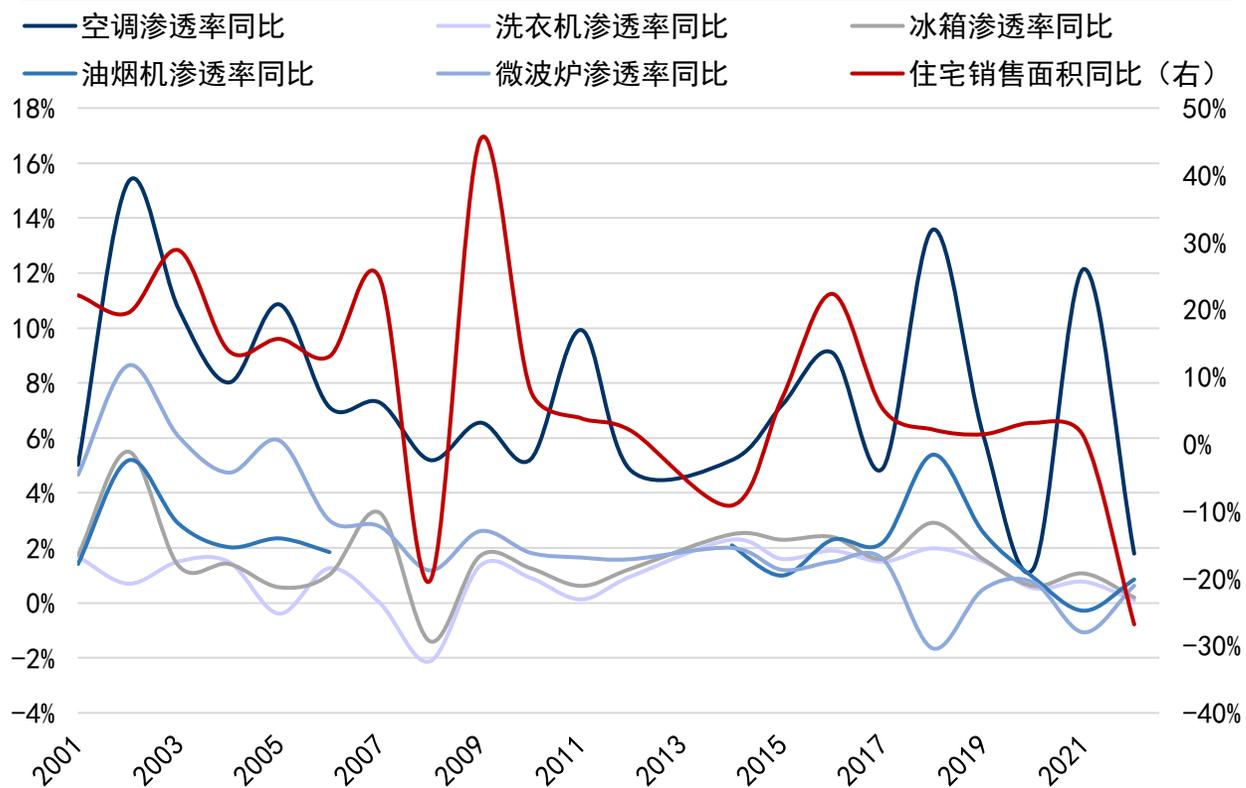
- 自4月末中央政治局会议提出消化存量和优化增量的政策方向后，中央各部门及各地纷纷加大力度出台放松限购等地产政策。杭州、西安、成都等地陆续取消限购政策，上海、深圳等一线城市也持续优化地产政策。
- 5月17日央行宣布：1) 拟设立保障性住房再贷款，规模为3000亿元；2) 下调房贷首付比例：首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例由不低于20%调整为15%，二套住房最低首付款比例由不低于30%调整为25%；2) 下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点；3) 取消全国层面首套房和二套住房商业性个人住房贷款利率下限。
- 从首付比例及利率限制来看，**本轮政策的宽松程度已经接近甚至突破前两轮周期**：1) 2008年10月，央行宣布最低首付款比例调整为20%、房贷利率下限为基准利率的0.7倍；2) 2014年9月，央行、银监会联合出台“930新政”最低首付款比例为30%，房贷利率下限为基准利率的0.7倍。

近期地产政策	具体内容
设立3000亿元保障性住房再贷款	由央行设立保障性住房再贷款，规模为3000亿元，包含2023年1月央行设立的租赁住房贷款支持计划的1000亿元额度。再贷款按银行自主决策、风险自担原则，向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，以合理价格收购房地产企业已建成未出售的商品房，收购后还需迅速用作配售型或配租型保障性住房。
下调住房贷款最低首付比例	将首套最低首付比例从不低于20%调整为15%，二套最低首付比例从不低于30%调整为25%，此前除北上广深等8个城市外的其他城市均已执行20%、30%的底线政策
不再设置房贷利率政策下限	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，此前首套房贷利率下限为五年期LPR-20BP但可根据各城房价表现动态调整取消，二套房贷利率下限为五年期LPR+20BP
下调个人住房公积金贷款利率	下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点，如5年以上首套利率为2.85%，约为当前五年期LPR 3.95%的0.72倍
各地限购政策优化	4月底以来北京、深圳、上海陆续调整局部限购政策，5月9日杭州、西安相继提出全面取消住房限购，目前全国省会城市中除了广州、海口外均已取消限购政策。

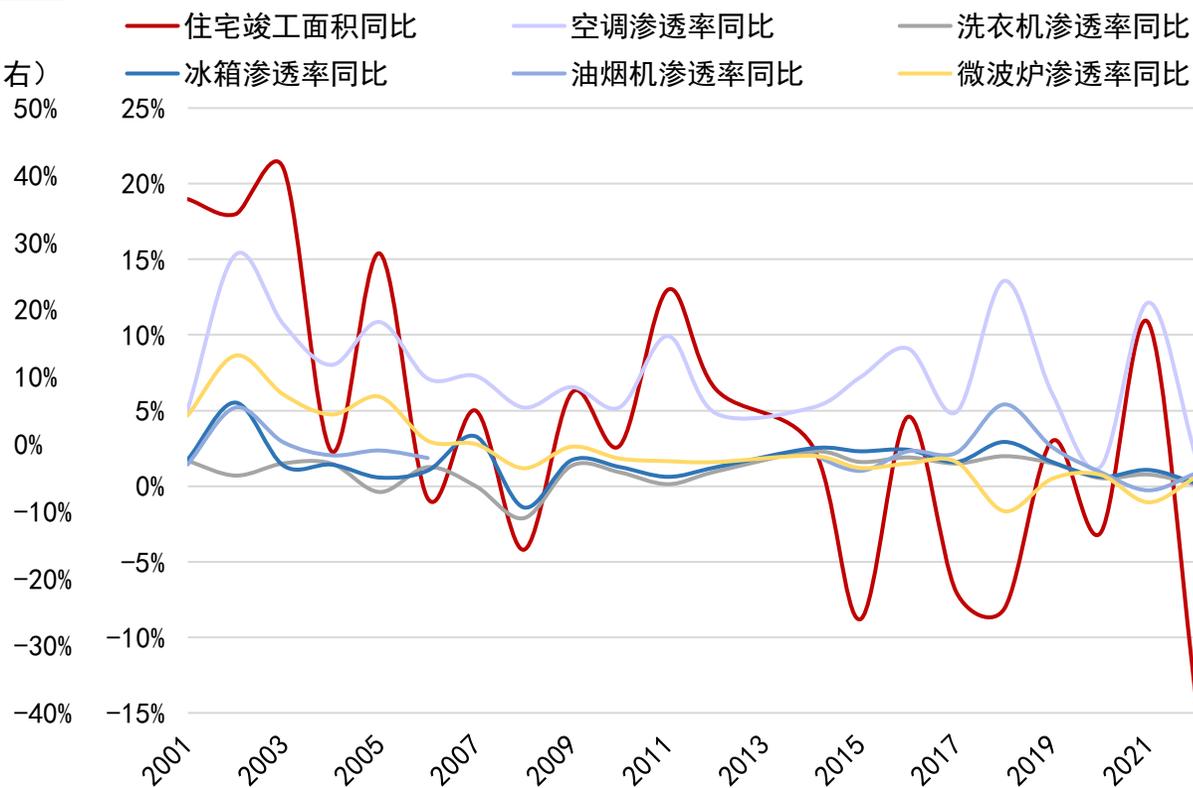
复盘历史，地产与家电需求存在关联

- 家电内需可分为新增需求（提升渗透率）和更新需求，新增需求又可分为地产拉动和纯新增。复盘我国城镇家庭家电每年渗透率提升幅度和住宅销售及竣工面积同比变动来看，两者存在一定的正向关联，在地产数据表现较好的时期，家电渗透率提升幅度也相对较大。可见地产表现对家电渗透率的提升具有直接的作用。
- 从相关系数上来看，2001-2022年我国城镇家庭空调/冰箱/洗衣机/油烟机/微波炉渗透率同比变动与住宅销售面积同比增速的相关系数为0.36/0.35/0.45/0.30/0.51，与住宅竣工面积的相关系数为0.49/0.03/0.25/0.17/0.66。

住宅销售面积同比增速与家电渗透率变动存在一定关联



住宅竣工面积同比增速与家电渗透率变动存在一定关联



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理 注：上述家电渗透率提升幅度均采用城镇家庭数据

资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理 注：上述家电渗透率提升幅度均采用城镇家庭数据

拆分地产对家电内销贡献度：白电占20%-30%，厨电占50%+

□ 将每年住宅竣工和二手房成交的套数作为需要装修的套数，从而得到地产对家电销售的贡献。结果是白电内销量中20%-30%是地产拉动，厨电中60%为地产拉动。（考虑到住宅空置及二手房并非100%更新家电，预计实际贡献比例会低一些。）

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	备注
住宅竣工套数（万套）	764	749	766	705	746	677	623	645	598	647	650	762	假设当年竣工和成交的二手房全部会配置新家电
二手房	314	310	358	343	360	419	420	426	420	393	414	596	
商品房装修套数（万套）	1078	1059	1124	1048	1106	1096	1043	1071	1018	1040	1064	1358	
空调内销量（万台）	5716	6235	7017	6269	6046	9218	9638	9572	8338	8796	8754	9960	
同比	-6%	9%	13%	-11%	-4%	52%	5%	-1%	-13%	6%	0%	14%	
户均购买空调数	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	根据空调渗透率假设值
新装修需求	1768	1824	2032	1990	2204	2294	2292	2353	2237	2285	2339	2985	
新装修需求占比	31%	29%	29%	32%	36%	25%	24%	25%	27%	26%	27%	30%	均值28%
冰箱内销量（万台）	5567	5577	5277	4894	4731	4480	4310	4338	4270	4265	4123	4348	
同比	-6%	0%	-5%	-7%	-3%	-5%	-4%	1%	-2%	0%	-3%	5%	
新装修带动需求	1078	1059	1124	1048	1106	1096	1043	1071	1018	1040	1064	1358	
新装修需求占比	19%	19%	21%	21%	23%	24%	24%	25%	24%	24%	26%	31%	均值24%
洗衣机内销量（万台）	3481	3769	3763	3905	4115	4414	4533	4493	4291	4453	4077	4200	
同比	0%	8%	0%	4%	5%	7%	3%	-1%	-4%	4%	-8%	3%	
新装修带动需求	1078	1059	1124	1048	1106	1096	1043	1071	1018	1040	1064	1358	
新装修需求占比	31%	28%	30%	27%	27%	25%	23%	24%	24%	23%	26%	32%	均值27%
油烟机内销量（万台）	1400	1550	1668	1582	1793	1887	1962	1944	1835	1787	1657	1732	
同比		11%	8%	-5%	13%	5%	4%	-1%	-6%	-3%	-7%	4%	
新装修需求	1078	1059	1124	1048	1106	1096	1043	1071	1018	1040	1064	1358	
新装修需求占比	77%	68%	67%	66%	62%	58%	53%	55%	55%	58%	64%	78%	均值64%

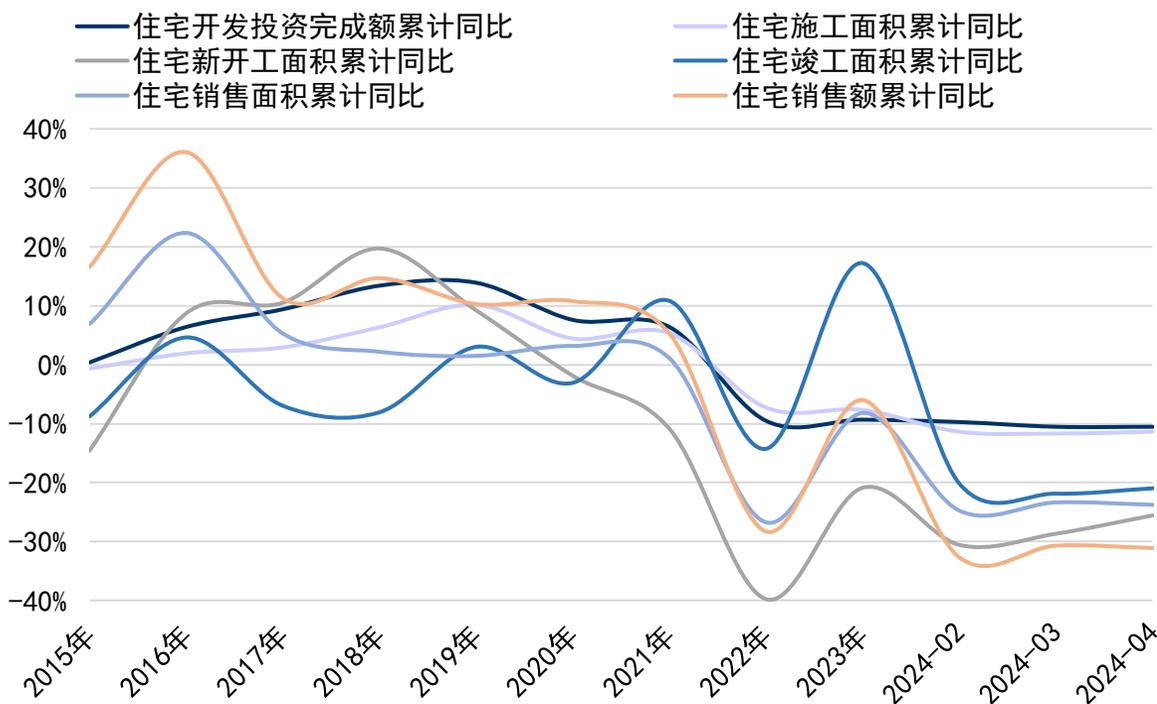
资料来源：wind，国家统计局，贝壳研究院，产业在线，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

当前地产表现不容乐观，家电需求呈现出明显的韧性

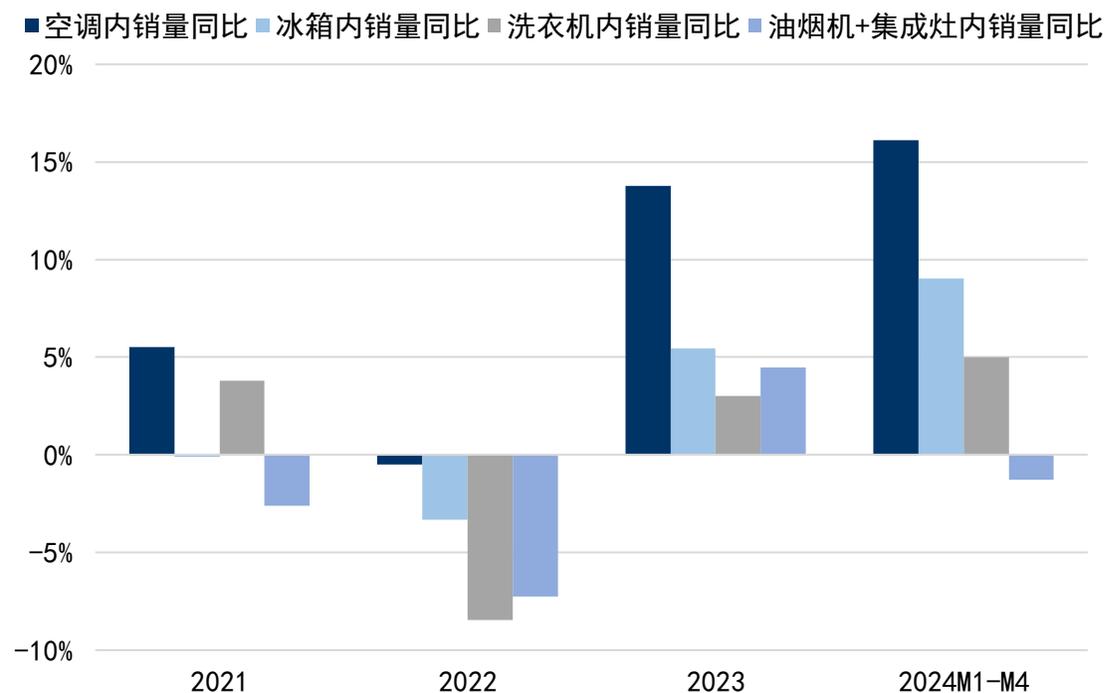
- 2024年以来，我国地产表现降幅呈现出扩大趋势，前4月住宅新开工面积/竣工面积/销售面积累计同比分别-25.6%/-21.0%/-23.8%。
- 随着我国大家电渗透率接近饱和，更新需求日益成为家电内销的主要来源，家电内需与地产脱钩的趋势愈发明显。且大家电作为功能性产品，刚需属性和需求韧性强。2024年1-4月我国空调/冰箱/洗衣机/油烟机+集成灶内销量同比分别+16.1%/+9.0%/+5.0%/-1.3%，受地产影响不明显。
- 但从历史复盘来看，地产能有效拉动家电的新增及更新，在家电需求有韧性的基础上，若地产基本面能积极好转，有望提振家电中长期增长中枢，进而影响家电企业的估值和业绩表现。

2024年1-4月我国住宅各项数据有所下滑



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

2024年以来家电内销量增长良好，受地产影响不明显



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

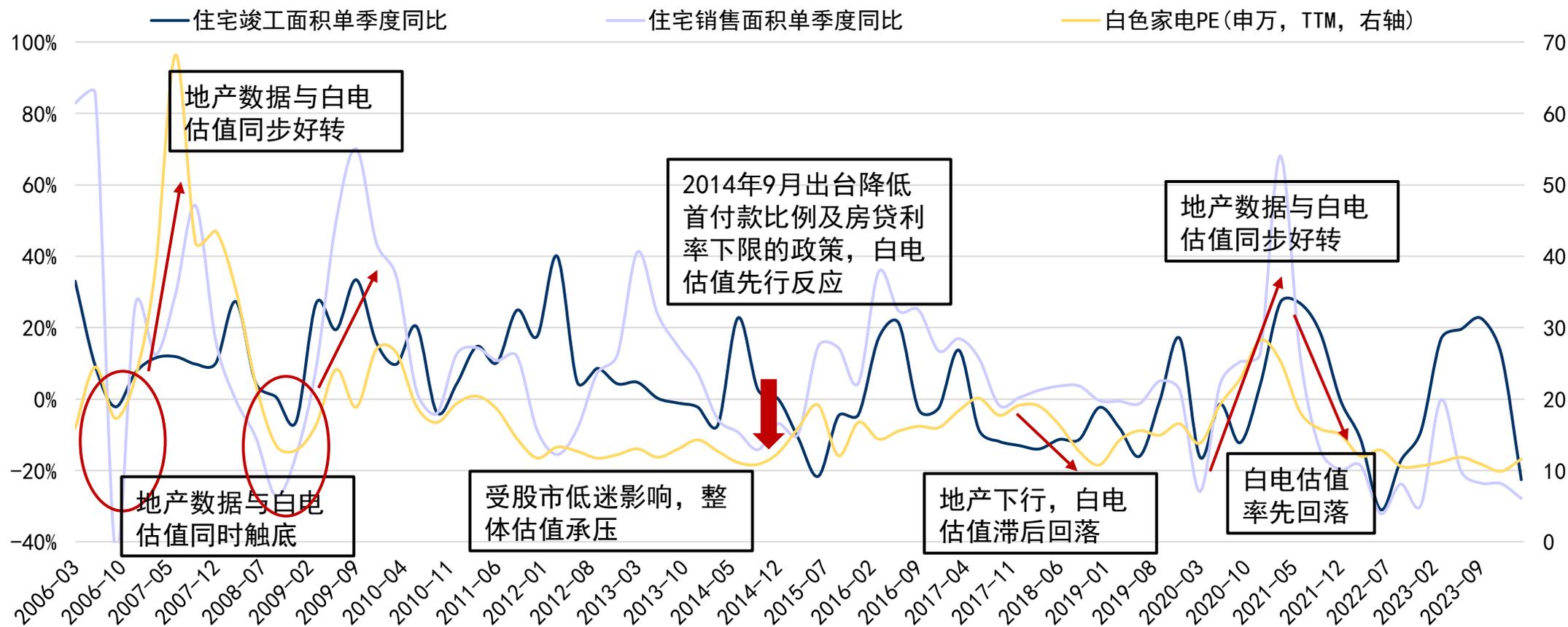
02 | 地产对家电公司估值和营收有影响， 先估值后业绩

白电估值与地产表现存在关联，且同步性较强

□ 家电估值与地产表现：白电估值与住宅销售及竣工面积同比增速的同步性较强

- 在2006年9月、2007年中、2008年底、2014年底、2021年初，白电估值与竣工增速基本同时达到较为明显的趋势性拐点，有时估值的反应更为领先。在住宅销售/竣工面积同比增速上行或者下行的区间，除2012年、2015年受大盘情绪影响外，白电估值走势基本与其保持一致，表现出较为明显的相关性。2022年以来白电估值波动趋缓，地产影响因素或相对较弱。

白电估值与住宅销售/竣工面积同比增速具有一定的关联性



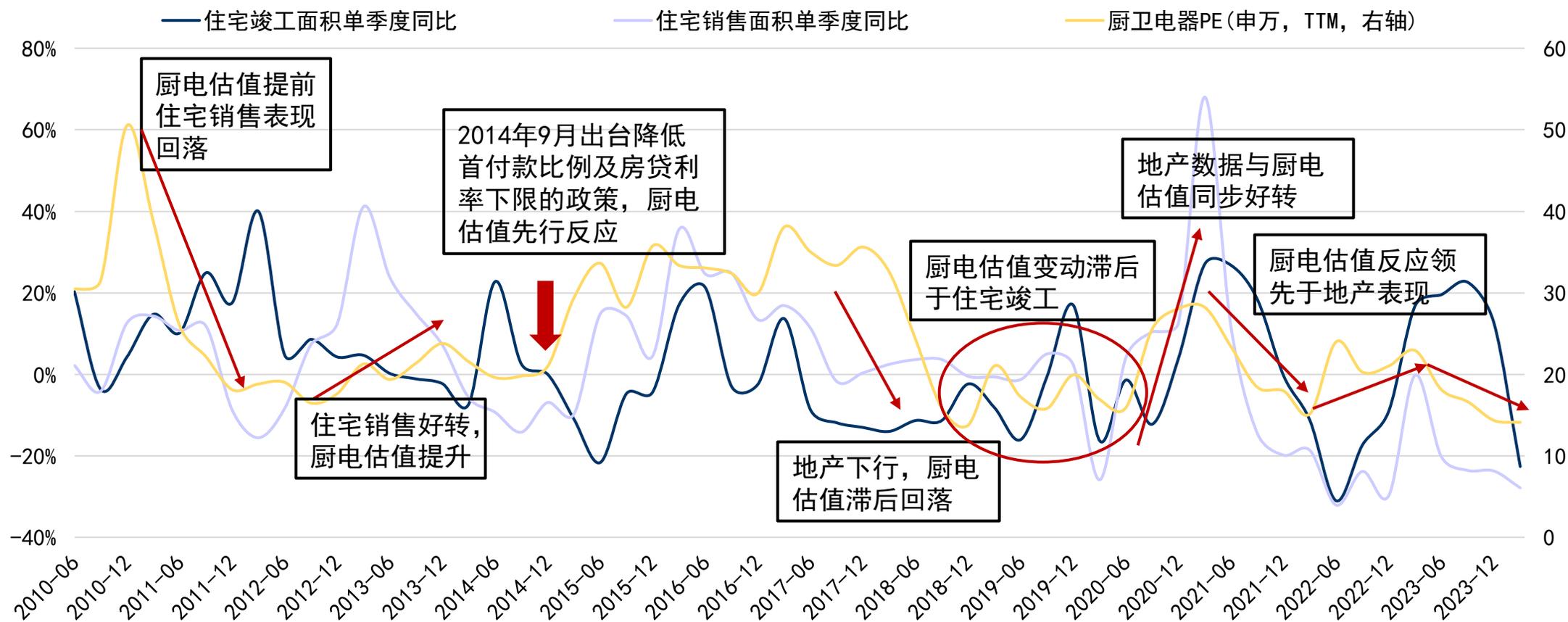
资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

厨电估值与地产表现存在关联，且存在提前反应

□ 家电估值与地产表现：厨电估值与住宅销售及竣工面积同比增速存在关联，且有时会提前反应

- 厨电估值在大部分时期与住宅销售面积的关联度更大，在2011-2013年及2023年住宅销售与竣工面积表现出现背离期间，厨电估值与住宅销售表现较为贴合。
- 厨电估值拐点有时会提前于地产表现：在2010年底、2014年9月、2021-2023年厨电估值拐点较地产拐点提前到来。

厨电估值与住宅销售/竣工面积同比增速具有一定的关联性

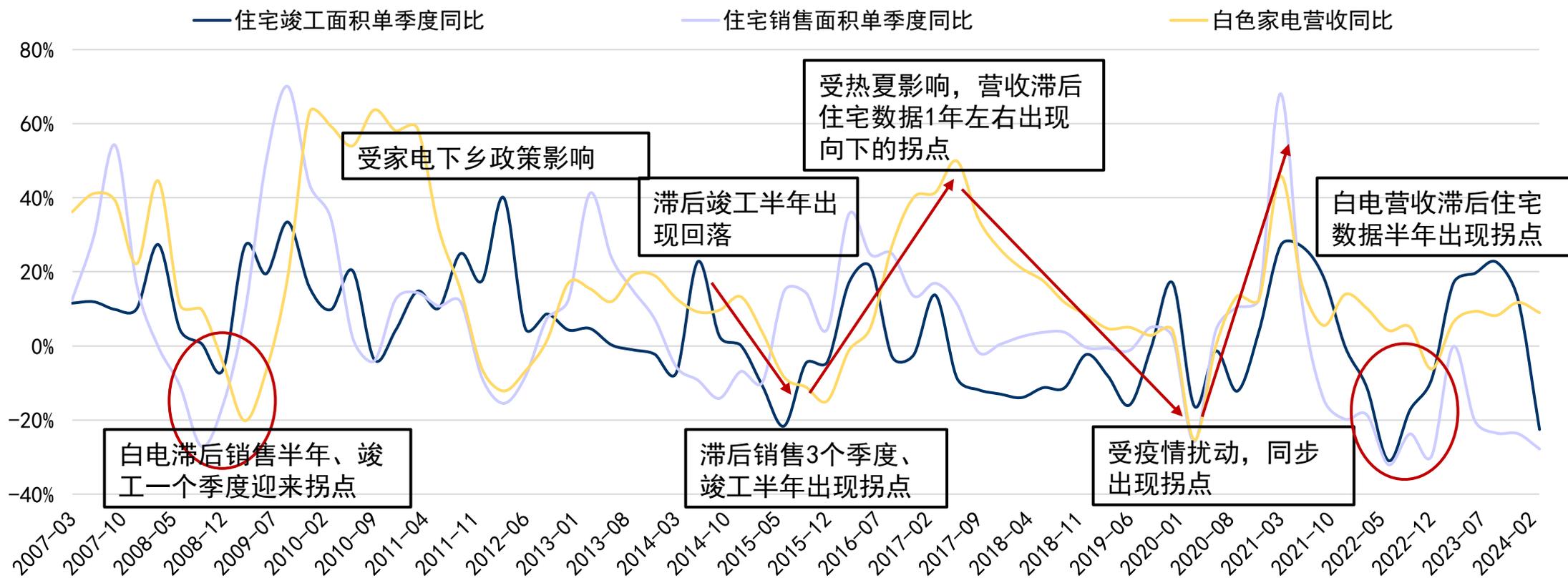


资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

白电营收受住宅竣工影响，时滞在半年左右

- 地产表现对家电估值影响的背后，是市场预期其会对家电企业的营收及业绩产生影响。复盘来看，住宅竣工及销售表现的确会对家电企业的营收产生一定的影响，且竣工影响相对更明显，一般在半年左右会有所体现
 - 在2018年底、2014年底、2017年、2022年底，白电营收滞后住宅竣工半年左右出现拐点，滞后住宅销售面积的时间相对更长。
 - 此外，白电营收还会受到国家消费刺激政策、天气等明显的影响。

地产竣工对白电营收具有一定的影响



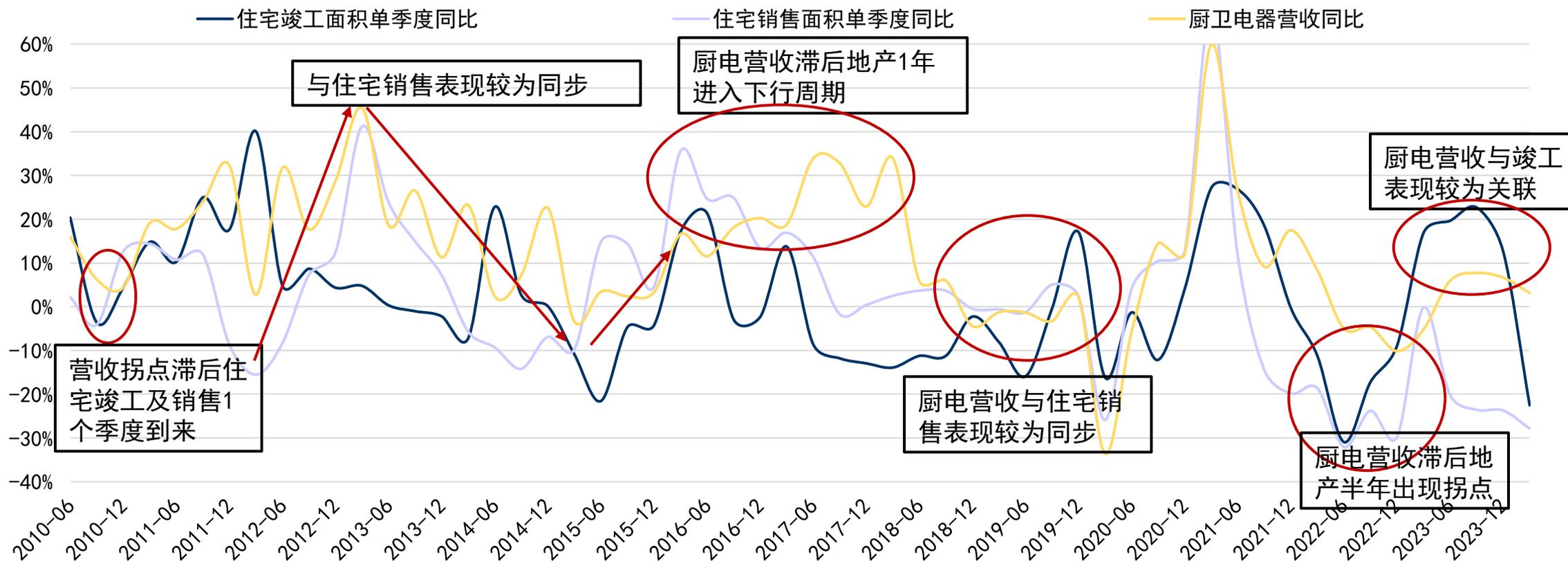
资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

厨电营收受地产表现影响，时滞相对较短

厨电营收同样受住宅竣工及销售的影响，且住宅销售影响相对更大，时滞相对较短

- 在2010年、2017年底、2022年底，厨电行业营收滞后住宅销售及竣工出现拐点。
- 在住宅销售与竣工表现出背离期间，如2012-2015年、2018-2019年，厨电营收表现与地产销售表现较为同步，时滞较短。2021年以来，厨电营收更多与竣工表现关联，波动相对减弱。

地产销售对厨电营收具有一定的影响

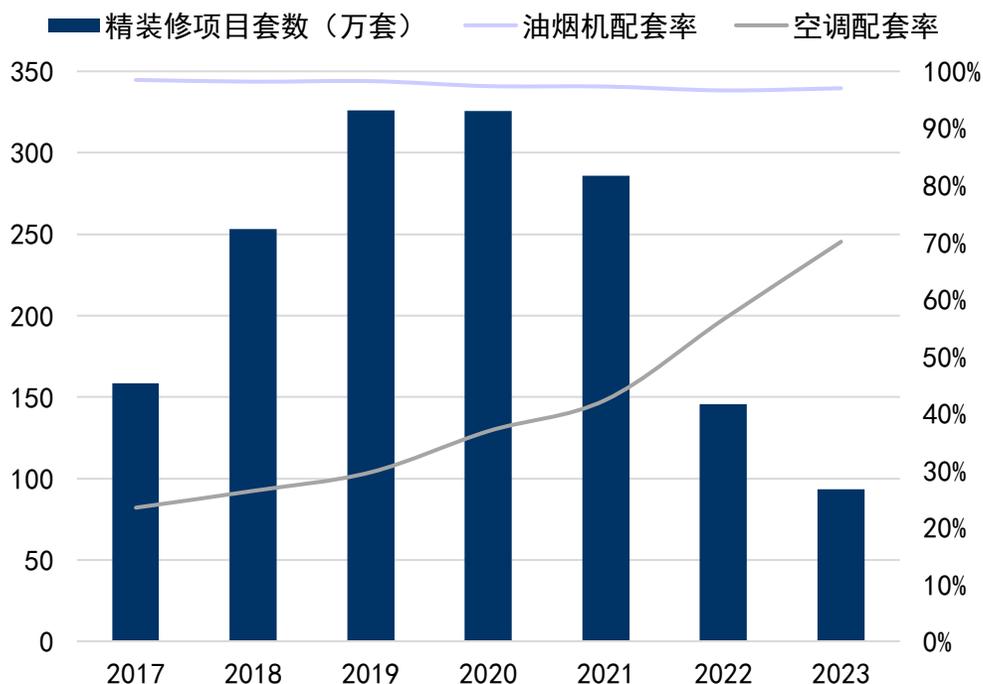


资料来源: wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

厨电估值对地产变动更为敏感，更受到住宅销售的影响

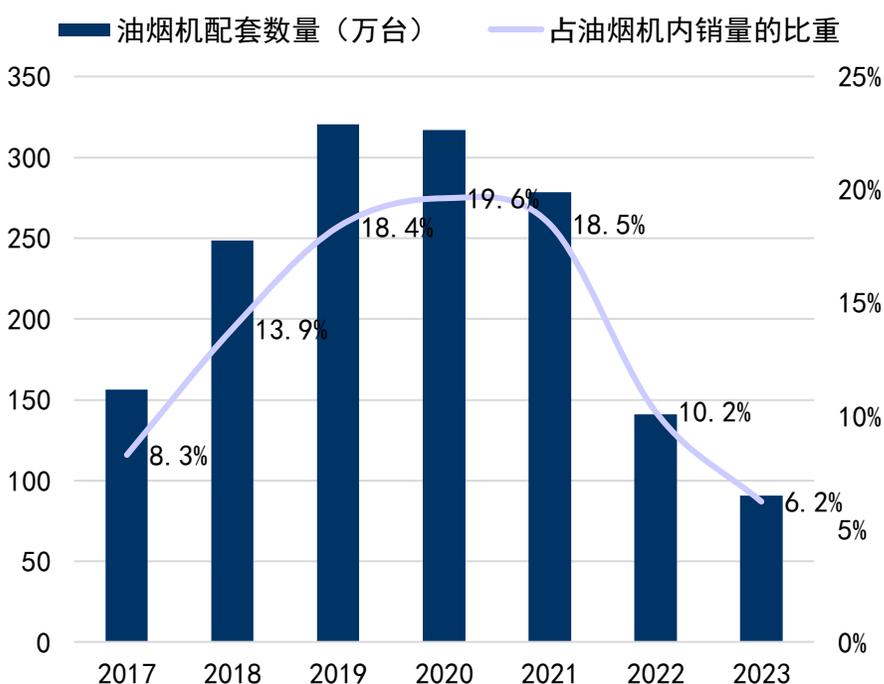
- 复盘来看，白电与厨电估值均受到地产表现影响，厨电反应相对更快，对地产变动更为敏感。
- 白电与厨电营收滞后受到地产的影响，其中白电更多受竣工影响，厨电更多受住宅销售影响。
- 上述差异预计主要系地产精装修的影响。根据奥维云网的数据，2017年至今烟机在地产精装修中维持在96%以上较高的比例；而空调配套率在2017-2019年尚不足30%，2023年升至70%，且配套的空调95%以上为中央空调；冰箱和洗衣机的配套率至今不足10%。所以白电受地产精装修影响更小，更多受住宅竣工后消费者自行购买影响；而厨电则更多受地产销售影响，2019-2021年最高峰时，地产精装修占油烟机内销量的18%-20%。

油烟机精装修配套率比空调高



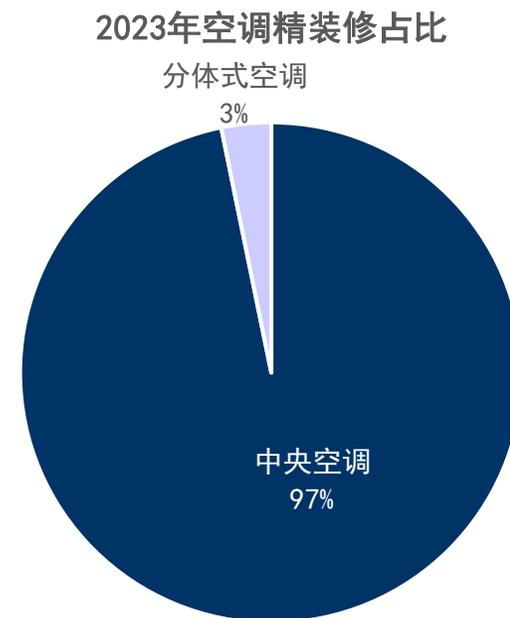
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

精装修油烟机配套量最高占油烟机内销量的20%



资料来源：奥维云网，产业在线，国信证券经济研究所整理

空调精装修以中央空调为主

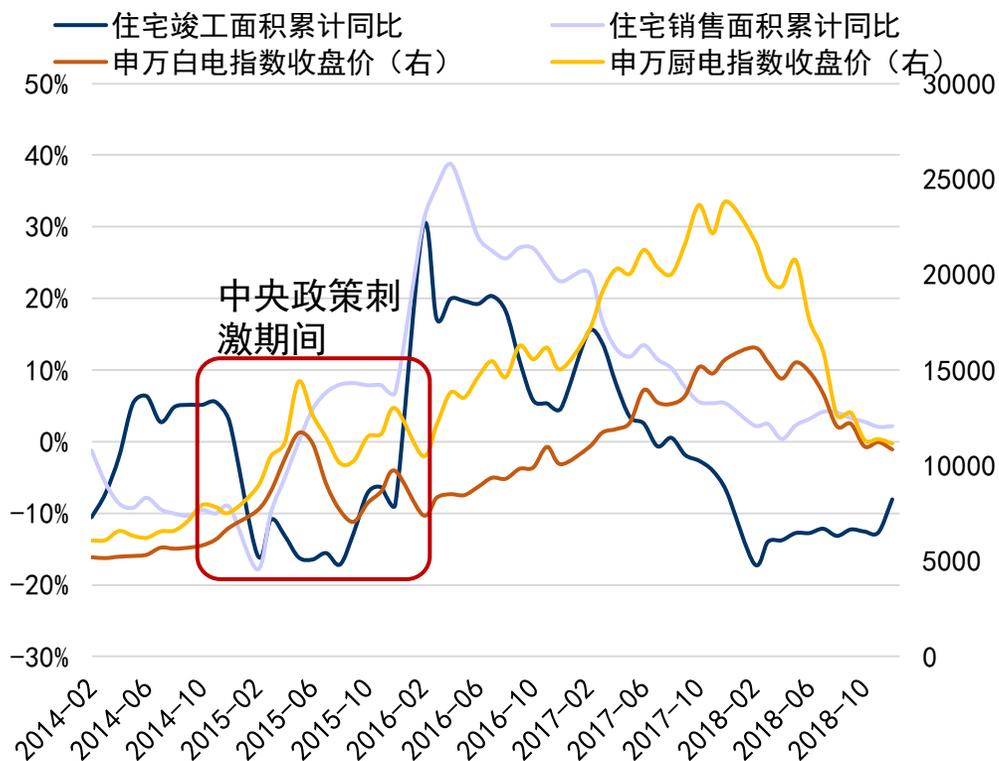


资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

复盘地产政策引发家电上涨，前期估值主导、后期业绩兑现

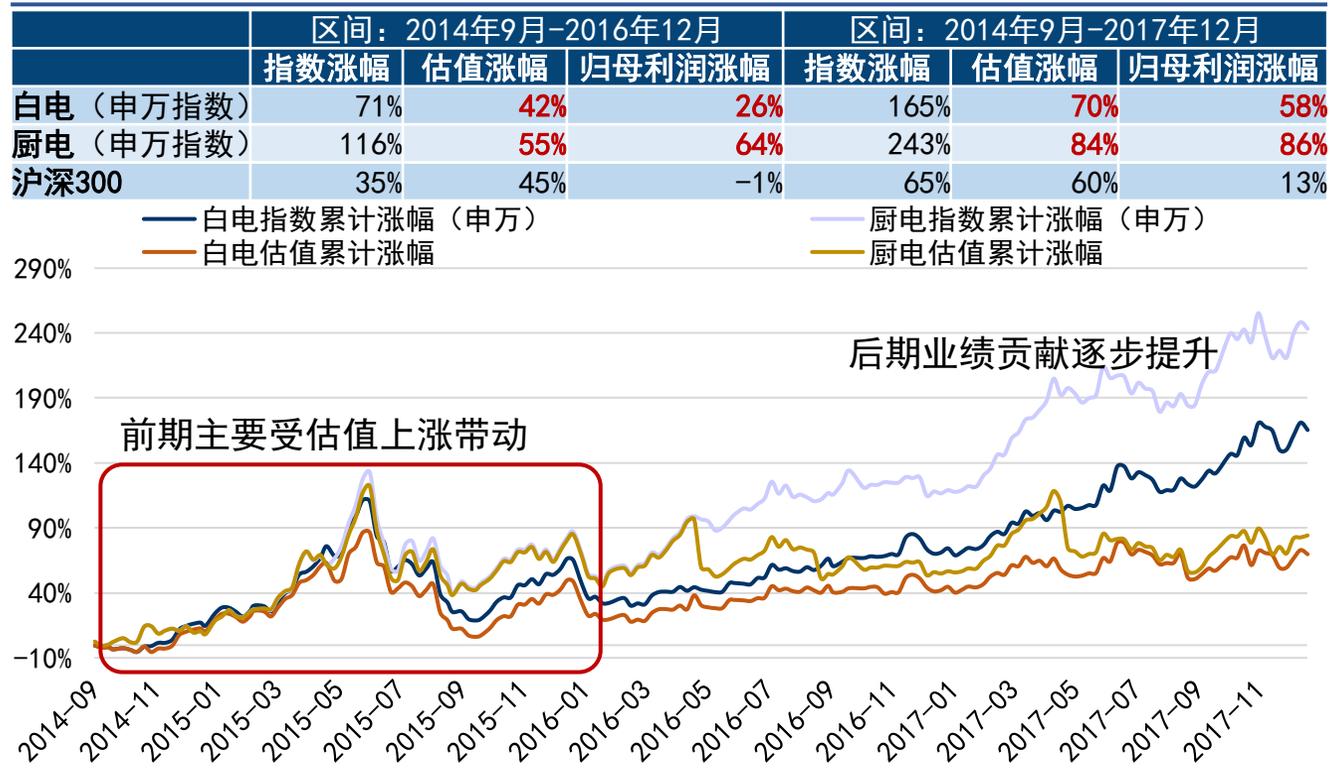
- 我国曾在2008年和2014-2015年进行过地产政策放松，为测算本轮地产调控对家电公司估值和业绩的影响，考虑到2008年存在家电下乡的影响及部分公司如老板电器等尚未上市，选取2014-2015年进行测算。彼时国内地产也面临着销售持续下降、库存高企的情况，在地产政策持续加码后，白电及厨电估值率先反应，随后住宅销售及竣工情况逐步改善，白电及厨电股价出现持续上涨。
- 在2014-2017年这轮白电及厨电上涨期间，在2016年初以前主要受估值影响，随后业绩和估值稳步上升。2014年9月-2016年12月白电及厨电指数分别上涨71%和116%，其中估值分别上涨42%和26%，归母利润上涨55%和64%，**估值对指数上涨的贡献超过一半，厨电涨幅相对更大。** 2014年9月-2017年12月的上涨中，业绩贡献占比逐步提升，**估值对指数上涨的贡献约为50%。**

2014-2015年地产调控后白电及厨电指数明显上涨



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2014-2015年地产调控后家电上涨，前期由估值提升带动，后期业绩贡献较大



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

03

投资建议：地产政策有望提振大家电估值，看好厨电及白电龙头

政策频频出台托底地产基本面，有望提振家电估值

- 虽然大家电以进入以更新为主的阶段，但地产对推动家电新增及更新仍有积极的作用。近期地产政策频出，有望推动地产表现边际向好，提振市场信心，为地产市场产生积极的托底效果。同时，地产基本面的边际向好，有望提振家电中长期的增长预期，有助于厨电及白电等家电板块的估值修复。
- 在地产基本面有望边际企稳的背景下，看好厨电及白电估值的修复，建议积极关注厨电龙头老板电器；关注白电龙头美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电。

公司简称	股价	总市值	归母净利润（亿元）			PE			PEG	2019年以来估值（TTM）分位数	投资评级
		亿元	24E	25E	26E	24E	25E	26E	(24E)		
老板电器	23.57	224	19.1	20.8	22.5	11.7	10.7	9.9	1.3	6.7%	优于大市
美的集团	65.16	4,545	372	409	450	12.2	11.1	10.1	1.2	25.4%	优于大市
海尔智家	30.62	2,707	188	211	238	14.4	12.8	11.4	1.2	52.4%	优于大市
格力电器	41.1	2,315	323	347	368	7.2	6.7	6.3	1.1	17.5%	优于大市
海信家电	38.85	498	32.6	36.5	40.3	15.3	13.7	12.4	1.4	84.0%	优于大市

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

一、地产政策效果不及预期。本文预期地产政策会对地产产生积极效果，若最终落地效果不及预期，可能无法如预期的对家电企业的估值和业绩产生积极影响。

二、地产基本面超预期下行风险。2024年以来地产销售及竣工面积等数据同比均有所下滑，若地产数据出现超预期大幅下行，可能会进一步拖累后续地产表现，可能无法如预期的对家电企业的估值和业绩产生积极影响。

三、历史表现不完全反应未来情况的风险。本文从历史复盘的角度出发，得出地产基本面好转有利于提振厨电及白电估值和营收的结论，考虑到当前家电保有率较之前有一定的提升，地产基本面的好转可能对家电需求贡献有限，存在无法拉动家电业绩及估值的可能。

四、行业竞争加剧的风险。家电行业参与企业众多，若存在部分企业通过低价竞争的方式抢占市场，将会对行业内企业的盈利能力产生一定的影响。

五、原材料价格大幅上涨的风险。原材料成本在家电企业中的成本占比较高，若未来原材料价格大幅上涨，可能导致企业的毛利率出现大幅波动，对企业的盈利能力造成不利影响。

六、行业需求表现不及预期的风险。近期地产数据出现一定下滑，短期内或可能对厨电等需求产生不利影响，拖累家电企业的业绩表现。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032